

美元快速升值暂告段落，人民币有望温和升值 ——基于美国金融动荡的历史经验

引言：疫情冲击以来，美元指数从温和升值到快速下跌，再到快速上涨，主要货币相应贬值，特别是新兴市场货币受到较大冲击。回顾此前历史上美元指数的大幅上涨，均伴随着新兴市场货币的大幅贬值、经济波动。我们认为，汇率作为公共物品，需要维持稳定。当前美元指数进一步上升空间有限，国内政策、经济多方面因素都是支持人民币汇率温和升值的重要因素，全球来看，人民币资产吸引力也将得到提升。

一、疫情冲击以来，美元指数波动的三个阶段

- **阶段 I (1月31日至2月20日)，美元指数从97.4升至99.9。**这一时期国内处在疫情加速爆发时期，海外方面，除日本疫情开始爆发以外，其他国家还比较平稳，表现在股市方面，A股大跌后逐步回升，标普500指数小幅上涨。这一时期欧元相对美元总体走弱，是推动美元升值的重要原因。
- **阶段 II (2月21日至3月9日)，美元指数从99.3大幅下跌至95.1。**这一时期疫情在海外开始集中爆发，特别是美国国内疫情也开始增加，进而导致美股下跌，美债收益率走低，美元指数也相应回落。传统避险资产黄金、日元相对美元快速上升，这是比较典型的“flight to quality”。
- **阶段 III: (3月9日-3月23日)，美元指数从95.1大幅升至102.5。**这一时期重点在于除了美元以外，其他资产均在下跌，主要是受到美元流动性紧缩因素的影响。

二、美元大幅升值时期，新兴市场货币均受到负面冲击

- 美元指数大幅上升时期往往伴随着新兴市场货币的大幅贬值，从而引发资本外流、资产价格下跌、违约风险上升等多方面问题，进而对新兴市场经济增长产生比较大的负面影响。回顾此前美元指数大幅上涨时期，新兴市场国家货币均大幅贬值。如2013年缩减恐慌时期、2008年金融危机时期和2001年互联网泡沫时期。

三、美元快速升值暂告段落，人民币有望温和升值

- **汇率作为公共物品，需要维持稳定。**此次美元指数大幅上涨受到国际市场美元流动性紧缩的影响，这也是美联储扩大资产购买、与主要央行开展货币互换提供美元流动性的重要原因。当前虽然不一定需要国际协调机制来对美元升值作出干预，但汇率作为公共物品，保持美元作为国际储备货币的相对稳定是有必要的。
- **人民币汇率贬值空间相对有限，预计将温和升值。**短期来看，海外疫情不确定下，对我国外需将造成比较严重的负面冲击，这是负面影响因素。但在多方面政策作用下，美元流动性紧缩的局面也将逐步得到缓解，美元指数进一步大幅上升空间相对有限。从基本面来看，支撑人民币温和升值的因素也相对较多。首先，我国政策空间相对更足，海外主要央行政策利率已经降至零或者负值，相比较而言，我国货币政策空间明显更足。其次，中美利差也有所扩大，增加了人民币资产在全球的配置价值和吸引力。最后，国内疫情已经接近尾声，企业复工复产进度也在逐步加快，在逆周期政策引导下，Q2和下半年总体经济复苏进程有望加快，国内经济最坏的时候已经过去，全球来看，人民币资产吸引力也将明显得到提升。

风险提示：国内外疫情发展存在不确定性；美联储超预期转向加息，全球资本流动发生逆转等。

边泉水 分析师 SAC 执业编号: S1130516060001
bianquanshui@gjzq.com.cn

段小乐 联系人
(8621)61038260
duanxiaole@gjzq.com.cn

邱鼎荣 联系人
didingrong@gjzq.com.cn

引言

疫情冲击以来，美元指数从温和升值到快速下跌，再到快速上涨，主要货币相应贬值，特别是新兴市场货币受到较大冲击。回顾此前历史上美元指数的大幅上涨，均伴随着新兴市场货币的大幅贬值、经济波动。我们认为，汇率作为公共物品，需要维持稳定。当前美元指数进一步上升空间有限，国内政策、经济多方面因素都是支持人民币汇率温和升值的重要因素，全球来看，人民币资产吸引力也将得到提升。

一、疫情冲击以来，美元指数波动的三个阶段

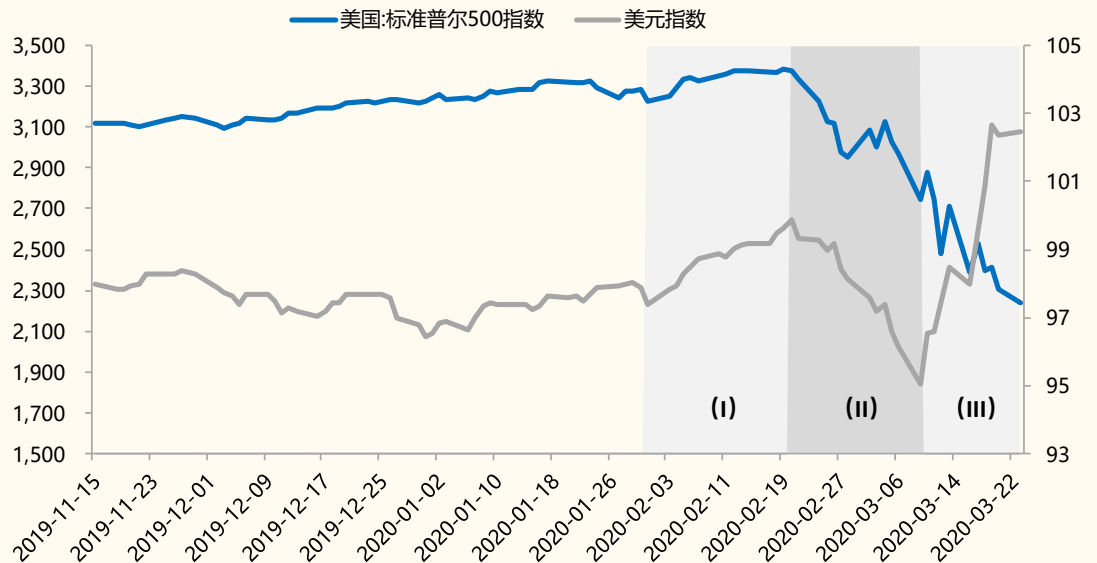
2020年3月23日，美元指数升至102.5，为2017年以来的最高值。疫情发生以来，美元指数经历了比较大的波动，1月31日以来美元指数的波动，可以分为三个阶段，具体来看：

阶段 I (1月31日至2月20日)，美元指数从97.4升至99.9。这一时期国内处在疫情加速爆发时期，海外方面，除日本疫情开始爆发以外，其他国家还比较平稳，表现在股市方面，A股大跌后逐步回升，标普500指数、德国DAX指数小幅上涨。汇率方面，这一时期欧元相对美元总体走弱，是推动美元升值的重要原因。其背后的逻辑在于欧元区对中国经济依赖程度较大，疫情影响下中国经济的走弱势必影响到欧元区经济，这一时期欧元区花旗经济意外指数也持续走弱，相对而言美国经济意外指数有所上升，疫情并没有开始影响到美国经济和市场，因此带动美元逐步升值。此外，受疫情影响，日元相对美元也有所走弱。

阶段 II (2月21日至3月9日)，美元指数从99.3大幅下跌至95.1。这一时期疫情在海外开始集中爆发，特别是美国国内疫情也开始增加，进而导致美股下跌，美债收益率走低，美元指数也相应回落。欧元区方面，受意大利疫情快速增加影响，德国DAX指数下跌，德债收益率持续走弱。与此同时，传统避险资产黄金、日元相对美元快速上升，这是比较典型的“flight to quality”，即市场不确定性增加下，投资者将资金从风险较高的投资转移到更安全的投资的行为。美联储也于3月3日紧急降息50bp。这一时期另一个值得关注的是，美股的快速下跌导致了VIX指数大幅攀升，相应的美国高收益债利差、TED利差均大幅走扩，是下一阶段美元流动性紧缩的重要原因。

阶段 III: (3月9日-3月23日)，美元指数从95.1大幅升至102.5。这一时期重点在于除了美元以外，其他资产均在下跌，主要是受到美元流动性紧缩因素的影响。股市方面，3月9日美股熔断以后，标普500指数持续下跌，VIX指数升至高点76.5，德国DAX也持续下跌；利率方面，由此前的下跌转向大幅上升，美债、德债、日债收益率均大幅上升；汇率方面，除美元外，其他货币均大幅下跌，包括传统避险货币日元、瑞郎；此外，这一时期黄金也跟随美股下跌。美股快速下跌，VIX指数大幅上升，带动风险平价策略下高波动率资产的减持，持有风险资产通常需要加杠杆，进而带动了无风险资产的被动下跌和货币市场利率的快速上升。与此同时，非美货币遭到抛售，从而推动了美元快速升值。

图表 1: 疫情冲击以来美元指数的三个阶段



来源: Wind, 国金证券研究所

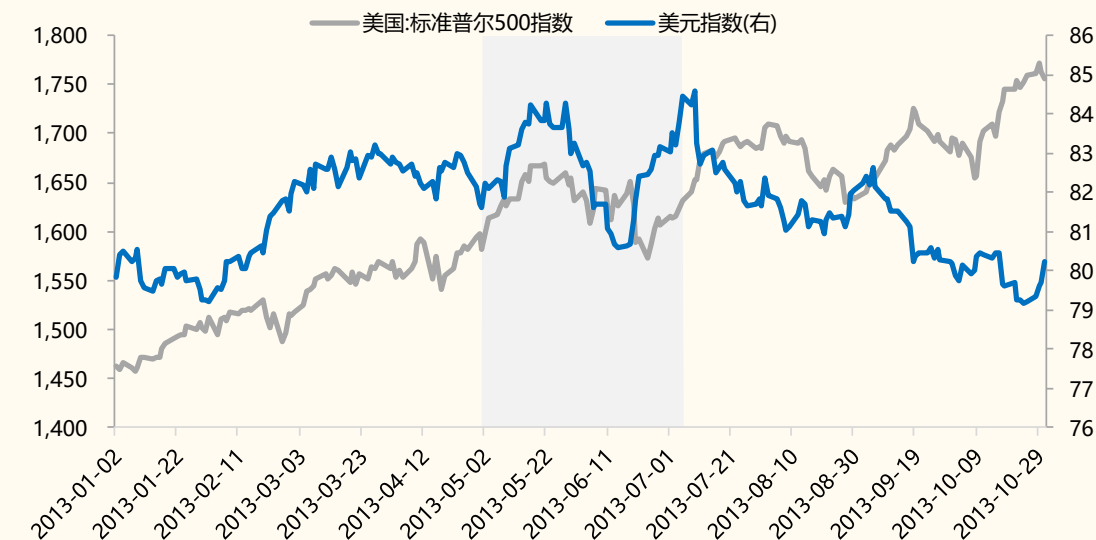
二、美元大幅升值时期，新兴市场货币均受到负面冲击

美元指数的大幅上升，常常伴随着新兴市场货币的大幅贬值，从而引发资本外流、资产价格下跌、违约风险上升等多方面问题，进而对新兴市场经济增长产生比较大的负面影响。回顾此前美元指数大幅上涨时期，新兴市场国家货币均大幅贬值。

(1) 2013 年缩减恐慌

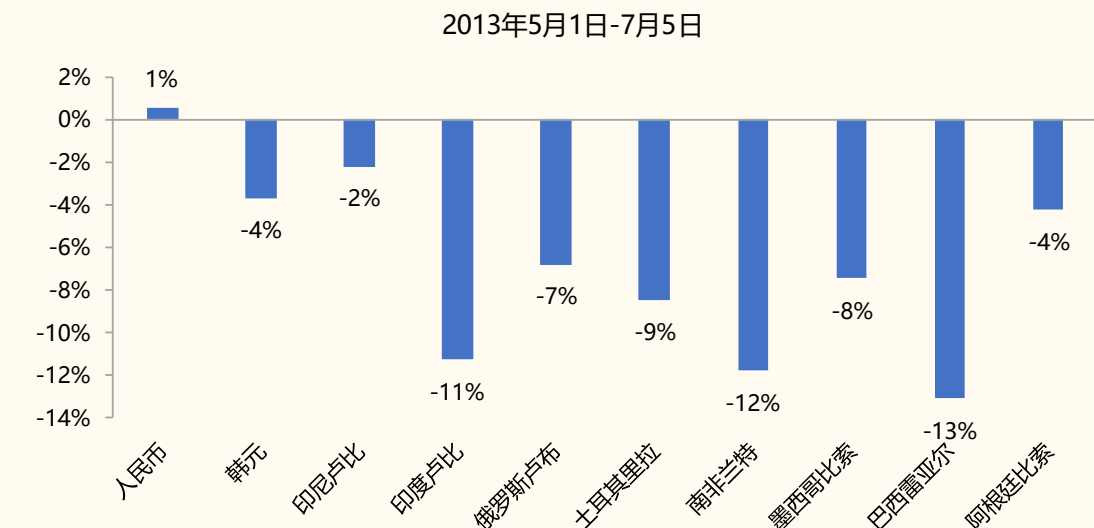
2013 年 5 月，美元快速上升，一个月时间里美元指数从 81.6 升至 84.5，新兴市场货币快速贬值。时任美联储主席伯南克表示将逐步缩减量化宽松规模，这一前瞻性政策对投资者的预期造成负面冲击，导致美债收益率大幅上升，10 年期美债收益率从 1.66% 升至 2.98%，美元快速上升，一个月时间里美元指数从 81.6 升至 84.5。美元指数的大幅上涨伴随的是新兴市场国家货币的快速贬值。2013 年 5 月 1 日至 7 月 5 日，巴西雷亚尔贬值 13%、南非兰特贬值 12%、印度卢比贬值 11%、土耳其里拉贬值 9%、墨西哥比索贬值 8%、俄罗斯卢布贬值 7%，同一时期，相应国家制造业 PMI 也纷纷降至 50 以下，美联储紧缩预期下资本外流对新兴市场国家造成了负面冲击。这一时期，人民币汇率基本稳定在 6.12 左右，相对美元小幅升值 1%，主要与央行主动干预有关，与 2013 年初、年末快速增加有所不同，央行口径外汇占款保持也保持了相对稳定。

图表 2：缩减恐慌时期美元指数快速上涨



来源：Wind，国金证券研究所

图表 3：缩减恐慌时期新兴市场货币相对美元贬值

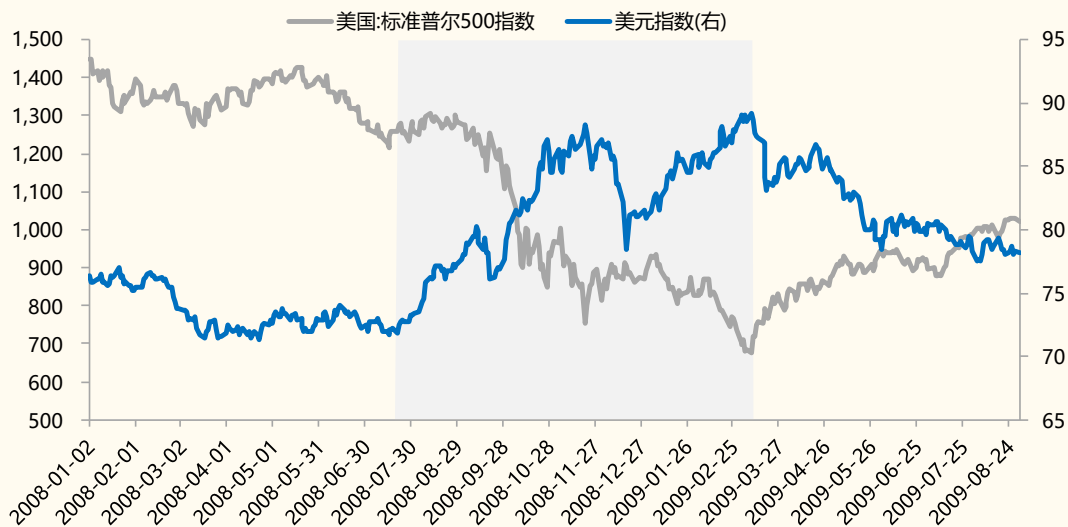


来源：Wind，国金证券研究所

（2）2008 年金融危机

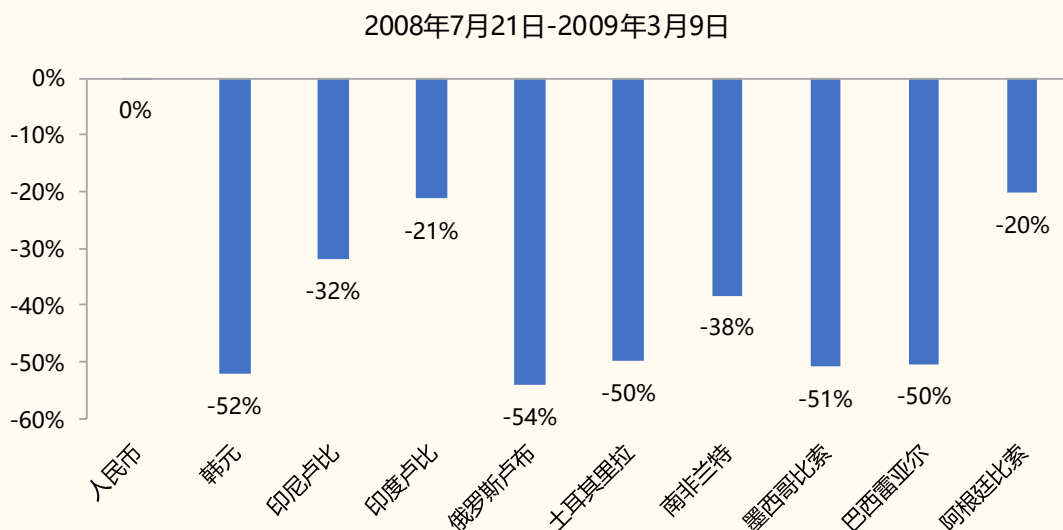
2008 年金融危机期间，美元指数从 71.8 升至 89.2，大幅升值，新兴市场货币贬值。2008 年上半年，美国经济表现还是比较好的，下半年，随着雷曼兄弟的倒闭，问题从房地产市场迅速蔓延至了金融市场。股市大幅下跌，国债收益率持续下行，欧元、英镑相对美元下跌，与此同时，日元、黄金上涨，是比较典型的“flight to quality”。美元指数的大幅上涨伴随的是新兴市场国家货币的快速贬值，全球陷入经济衰退。2008 年 7 月 21 日至 2009 年 3 月 9 日，俄罗斯卢布贬值 54%、韩元贬值 52%、墨西哥比索贬值 51%、巴西雷亚尔贬值 50%、南非兰特贬值 38%、印尼卢比贬值 32%、印度卢比贬值 21%、阿根廷比索贬值 20%。

图表 4：金融危机时期美元大幅升值



来源：Wind，国金证券研究所

图表 5：金融危机时期新兴市场货币相对美元贬值



来源：Wind，国金证券研究所

(3) 2001 年互联网泡沫

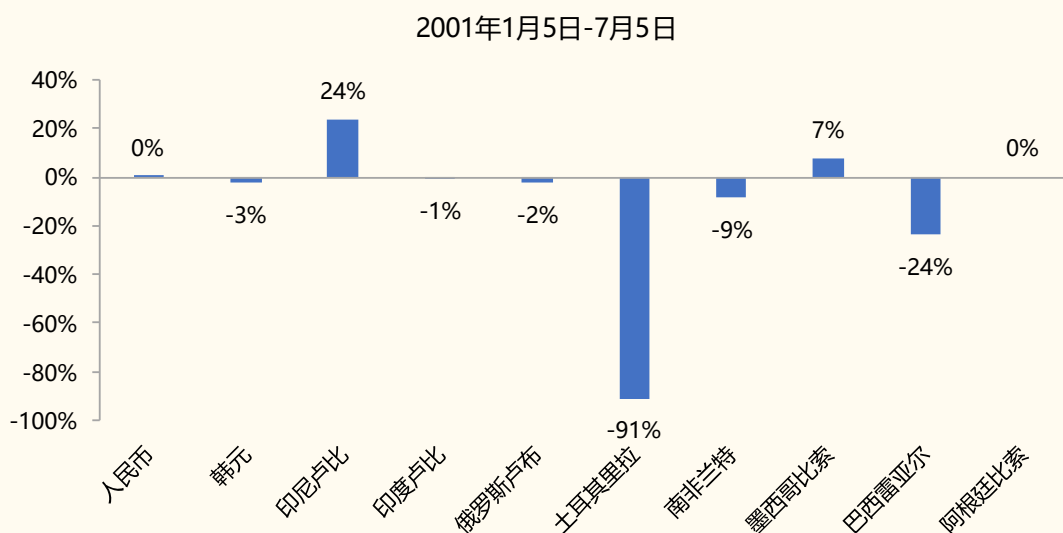
2000 年 3 月至 2002 年 10 月，互联网泡沫破灭，美国纳斯达克指数从 5048 点降至 1114 点，标普 500 指数从 1527 点降至 776 点，美债收益率总体走低。2001 年 1 月至 2001 年 7 月，美元指数大幅攀升，从 108.4 升至 120.9，新兴市场国家货币相应贬值。其中，土耳其里拉贬值 91%、巴西雷亚尔贬值 24%、南非兰特贬值 9%，部分国家贬值幅度较小或者有所升值，主要与其汇率管制有一定关系，这一时期新兴市场国家贬值程度没有前两个时期明显。但互联网泡沫破灭以后，对全球经济的影响是明显的，2001 年 11 月布伦特原油降至 16.5 的最低点，为 2001 年 1 月至今的最低点，我国也在 2000 年短暂摆脱通缩后再度陷入通缩。

图表 6: 互联网泡沫时期美元大幅升值



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 7: 互联网泡沫时期新兴市场货币相对美元贬值



来源: Wind, 国金证券研究所

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_6278

